

ТРЕБА ЛИ КОМПАНИЈАМА УПРАВЉАТИ У ИНТЕРЕСУ АКЦИОНАРА?

Рајко М. Буквић¹

E-mail: r.bukvic@mail.ru

Љиљана Рајновић²

E-mail: rajnoviclj@gmail.com

¹ Нижегородски државни инжењерско-економски универзитет, Књагињино
(Русија)

² Институт за економику пољопривреде, Београд

ТРЕБА ЛИ КОМПАНИЈАМА УПРАВЉАТИ У ИНТЕРЕСУ АКЦИОНАРА?

Апстракт: *Једна од основних и широко заступаних поставки корпоративног управљања јесте управљање предузећима у интересу акционара, односно власника предузећа. Овај концепт заснован је на аргументима да власници имају најјачи интерес у предузећу и да од тог интереса директно зависи ефикасност пословања, док су истовремено интереси акционара најмање заштићени међу интересима свих конституената. У неким земљама тај концепт уздигнут је до апсолута (у САД као једини интерес који треба штитити истиче се интерес акционара), али и тамо где то није случај, односно где се респектују и интереси других конституената, интерес акционара је неприкосновен и истиче се у први план. У раду се разматрају основи и модалитети којима се у различитим земљама и различитим условима мотивише такав облик корпоративног управљања, као и консеквенце које такви захтеви и њихово испуњавање производе. Посебно се указује на крах концепције максимизације тржишних вредности акција, која је била изузетно популарна у последњим деценијама 20. и почетком овог века.*

КЉУЧНЕ РЕЧИ: КОМПАНИЈА, АКЦИОНАР, ИНТЕРЕС, МАКСИМИЗАЦИЈА ТРЖИШНЕ ВРЕДНОСТИ АКЦИЈА

JEL Classification: G34, G35, K20, M12

WHETHER COMPANIES NEED TO BE MANAGED IN THE INTERESTS OF THE SHAREHOLDERS?

Abstract: *One of the basic and widely represented corporate governance settings is corporate governance in the interests of shareholders, or company owners. This concept is based on the arguments that the owners have the strongest interest in the company and that the efficiency of the business depends directly on this interest, while at the same time the interests of shareholders are at least protected among the interests of all constituents. In some countries, this concept has been elevated to the absolute (in the United States as the only interest to be protected, the interest of shareholders is emphasized), but where this is not the case, or where the interests of other constituents are respected, the interest of the shareholders is inviolable and stands out in the first plan. The paper discusses the basis and modalities that motivate different forms of corporate governance in different countries and different conditions, as well as the consequences that such requirements and their fulfillment produce. In particular, the crash of the concept of maximizing the market value of shares, which was extremely popular in the last decades of the 20th and the beginning of this century, is particularly indicative.*

KEYWORDS: COMPANY, SHAREHOLDER, INTEREST, MAXIMIZATION OF MARKET VALUE OF SHARES

1. УВОД

Респектабилно издање о корпоративном управљању³ истиче да привредно (акционарско) друштво само на први поглед може изгледати као идиличан правни субјект с једним интересом, интересом власника капитала, без обзира да ли је власник један или их има више. Привредно друштво је, напротив, пуно сукоба и различитих интереса, пре свега изнутра, али такође и према спољашњем свету. Уз разне интересе иду и различити ризици: акционара, поверилаца, запослених, управе, саме компаније, као и интерес друштва у социолошком смислу (државе). Многи томе додају и интерес потрошача, што је оправдано, мада он није заснован на уговорном аранжману с привредним друштвом.

С аспекта економске науке такво схватање уклапа се у новије концепције, где се искристалисало неколико приступа фирми. Према стандардном, неокласичном, који је дуго преовладавао, фирма се посматра као економски субјект на тржишту који преображава ресурсе (факторе производње) у економска блага (робе и услуге), која се продају на тржишту. Такав, технолошки или функционалан, приступ анализира понашање фирме претпостављајући да је при свакој комбинацији фактора могуће одредити функцију (производна функција) која изражава највећи обим продукције уз одређени ниво техничког развоја, и показује зависност резултата од количине и квалитета утрошених фактора. Понашање фирме засновано је на избору обима и структуре ресурса и произведене продукције, а циљ је успостављање таквих цена и обима продукције који би доносили максималан профит. Фирма је „црна кутија”: у њу улазе рад и капитал (фактори производње), а из ње излазе готови производи.

Преокрет у третирању фирме отпочео је с чувеним Коусовим радом⁴, који је био нејасно схваћен и прилично тешко прихватан. Он је означио настанак алтернативног, институционалног приступа фирми. Насупрот неокласичном, нови приступ омогућио је да се фирма посматра као целовита организација, а не просто технолошки систем. Он је истакао субјектну структуру фирме и описао систем интереса лица која учествују у доношењу одлука фирме, дајући основу за признавање сложеног система односа, како унутар, тако и ван фирме, који утиче на њене типове понашања, организациону структуру и систем мотивације и награђивања.

³ Vasiljević (2013), стр. 140.

⁴ Coase (1937).

У (нео)институционалном приступу фирма је скуп контрактних односа унутрашњег и спољног нивоа. Тржиште је спољни уговор о производњи неког производа, а фирма унутрашњи уговор. Фирма може да купује производ на основу закљученог споразума с другим агентима или може да произведе робу сама користећи унутрашње односе с радницима. За овај избор у Коусовом приступу одлучујућ је однос трансакционих и менаџмент трошкова. И друге теорије (бихевиористичка, еволуциона) истичу сложеност фирме, тј. постојање разних интересних група у њој. Један од развијених модела, „агентски модел” („принципал – агент”)⁵, заснива ту сложеност на разликовању објективних положаја које у оквиру фирме заузимају менаџери према власницима. С аспекта овог рада посебан значај има управо агентска теорија, која води порекло од А. Смита⁶ и Берла и Минза⁷, а промовисана је у раду Јенсена и Меклинга⁸.

2. ИНТЕРЕСИ КОНСТИТУЕНАТА И АГЕНТСКИ ПРОБЛЕМ

Степен у којем носиоци интереса учествују у корпоративном управљању зависи од националних закона и праксе, а на то утичу и добровољно прилагођавање, тржишни закони и добра пословна пракса. Без обзира на разлике, општа је сагласност да привредна друштва не могу добро да обављају своју делатност, игноришући интересе конституената.

И у теорији и у пракси сматра се да добро корпоративно управљање треба засновати пре свега на респектовању интереса власника капитала и на њиховом утицају на пословање фирме, тј. на менаџере. С обзиром на сукоб интереса власника и менаџера, као примарно појављује се решавање агентског проблема. Модалитети решавања тог проблема различити су. Према америчком концепту, једини интерес који треба штитити је интерес власника компаније. Супротно томе, немачки Закон о акционарским друштвима из 1937. године у својим је одредбама инкорпорисао интерес

⁵ Према *Речнику српског језика* (стр. 1029, 17) принципал је господар, послодавац а агент (између других значења) онај који ради за нечије интересе. Како је у питању ангажовање *агента* (а не агенције), у духу српског језика прикладније је користити термин агентски (проблем), као што је то, рецимо, случај у руском језику, а не агенцијски проблем, како је у нашој литератури прихваћено.

⁶ Своје главно економско дело *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* Смит је објавио 1776. Смитове идеје релевантне за наше излагање дате су према преводу: Smit (1970).

⁷ Berle & Means 1932.

⁸ Jensen & Meckling (1976).

државе у акционарским друштвима на основу концепта „посебног интереса компаније као правног лица”. Овим законом уведен је модел управе у виду надзорног одбора, који штити посебан интерес компаније, различит од интереса других конституената. Закон из 1937. замењен је 1965. Основни нормативни акт одговарајућег законодавства у Француској био је Закон о трговинским друштвима од 1965. Наведени став о посебном интересу компаније данас је доминантно прихваћен у европској теорији и пракси.⁹

Наведени проблем односа власника-акционара и управе предузећа најчешће се наводи као типичан пример агентског проблема. Он то и јесте. И не само то, он је један од највећих проблема корпорацијског света, и њему се, у принципу, придаје највише пажње. Међутим, то није једини облик овог проблема. Постоје његова три типа: 1) сукоб интереса (однос) власника (акционара) и управе предузећа, 2) сукоб интереса великих и малих акционара, и 3) сукоб интереса привредног друштва, тј. његових (су)власника и осталих могућих конститутивних интереса – ризика.

Када се говори о агентском проблему, најчешће се има у виду његов први тип. То је нормално, јер је он први уочен, и јер је, бар у економском домену, најизраженији. Један од првих који је запазио и истакао проблем који произилази из одвојености власништва и управљања био је А. Смит, који је у томе видео велики проблем за развој крупних компанија, односно и за цео привредни развој. Сам проблем, који се развијао упоредо с развојем привреде и великих корпорација, стекао је верификацију у делу Берла и Минза, 1930-их година.

На почетку 1970-их Рос и Митник, у радовима које су објавили готово истовремено¹⁰, прогласили су да је основана нова теорија. При томе, Рос је одговоран за настанак економске а Митник институционалне теорије. Рос је одредио агентски проблем као општи, не само као проблем у теорији фирме, поставио је свој рад ван постојећег тока теорије фирме, као и општијих формалних приступа доношењу одлука у условима ризика или неодређености, и у различитим стањима информисаности. Митник се интересовао за проблеме општијег институционалног карактера.

Агентска теорија врло брзо је нашла примену у разним дисциплинама: рачуноводство, економика, финансије, политичке науке,

⁹ Принципи корпоративног управљања ОЕЦД дају препоруке и смернице регулисања најважнијих права и обавеза: права акционара, једнак третман акционара, улога других заинтересованих у корпоративном управљању, отварање информација и транспарентност и одговорност одбора компаније. Видети: OECD Principles of Corporate Governance, Paris, 1999.

¹⁰ Ross (1973) и Mitnick (1973).

маркетинг, организационо понашање, социологија, али је врло дуго важила за контроверзну. Њен економски аспект дуго је био доминантан у оквирима друштвених наука. Један од првих покушаја да се теорији приступи с неекономског аспекта, пре свега социолошког, дала је С. Шапиро, средином прве деценије 21. века.¹¹ Овај моменат посебно је важан за Србију, где и десетак година касније важи оцена да је „[к]орпоративно управљање у Србији, и у смислу дефиниције, више [...] било предмет економске струке него правне”, што се очигледно односи не само на право.

3. НАЧИН РЕШАВАЊА ПРОБЛЕМА ПРИНЦИПАЛ – АГЕНТ

Од успешног решавања (првог) агентског проблема зависи да ли ће власници капитала уопште решити да га уложе у привредна друштва или не, а од те одлуке зависи у крајњој линији економски напредак уопште. Поставља се стога питање – како је (и да ли је) могуће решити овај проблем, односно могу ли се менаџери, и како, приморати да раде у корист власника. Из чињенице да се у развијеним тржишним економијама огромне суме капитала ипак сливају у корпорацијски сектор може се закључити да је агентски проблем углавном решен на задовољавајући начин и да инвеститори верују да постоји разумно висока вероватноћа да менаџери раде у корист компаније а самим тим и у корист власника капитала.

Интерес власника да је јасан – максимизација профита (при томе, управо максимизација, а не било какав профит). А шта је интерес менаџера? Како се решава проблем, како се усклађују ови различити интереси? Аутори књиге *Унапређење корпоративног управљања*¹² наводе два очевидна, али како сами истичу неодговарајућа решења: 1) перманентан и свеобухватан надзор принципала над агентом, и 2) прецизан, свеобухватан уговор између принципала и агента.

Зашто ова решења не задовољавају? На цитираном месту истиче се да се код оба јављају озбиљни, нерешиви проблеми. За друго решење (свеобухватност уговора), јасно је – свеобухватан уговор, којим би се предвидело све, принципијелно није могућ, и зато увек постоји нешто што уговором није предвиђено, постоји одређени домен ван уговора који омогућује одређену дискрецију, слободу агента. Ова, непрецизирана дискреција на страни агента враћа нас на почетно питање – зашто би менаџер радио у корист власника а не у сопствену корист? Код првог

¹¹ Schapiro (2005).

¹² Begović i dr. (2003), стр. 13.

решења, проблем је сложенији – што је контрола обухватнија она више кошта, тако да је као и увек потребно самеравати користи и трошкове. С друге стране, менаџер увек располаже с више информација, при томе релевантних. Ова асиметричност у информисаности заправо онемогућава власника да контролише менаџера – овај зна више! Он је професионалац и далеко је ближи пословању компаније од власника. Власник управо зато и ангажује менаџера – овај зна више. Вишак информација (и знања) менаџера онемогућава добар надзор власника над њим.

Када се говори о агентском проблему, тј. односу власника и менаџера, искрсавају још нека питања. Рецимо, да ли је добро да менаџер ради на максимизацији вредности предузећа, односно на максимирању профита? Изгледа да међу економистима овде нема несагласности. Менаџери су сходно економској тачки гледишта, дужни да следе принцип (циљ) максимизације профита. Зашто? Код друштва лица овакав проблем се не појављује. Ако приватник не максимира профит, он ће губити конкурентску утакмицу са својим супарницима, другим предузећима, опадаће његове перформансе, и на крају ће га истиснути конкуренција, уколико наравно пре тога не пропадне стварајући губитке. Да ли иста логика вреди и за корпорацију? С појавом тзв. менаџерске револуције често су се појављивале теорије које су тврдиле да предузеће више не следи циљ максимизације профита, већ неке друге циљеве. Међутим, увек се на крају, после сваке од тиме започетих дискусија, испостављало да процес тзв. економске природне селекције приморава менаџере да напусте те друге циљеве и да се врате управо максимизацији профита.

Циљна функција менаџера треба да буде максимизација профита, односно вредности компаније. Економска ефикасност се максимизује када компанија ради најефикасније а то је када је циљна функција класично максимизовање профита компаније, односно када менаџер ради у корист власника. Ако менаџер максимизује неку другу функцију, нпр. сопствене бенефиције или најбржи раст укупног прихода компаније или запосленост у компанији или нешто четврто, резултат ће бити инфериорна економска ефикасност и зато очигледно незадовољавајуће решење са становишта корпоративног управљања.

Успешно управљање видљиво је кроз остваривање циљне функције компаније – максимизације профита, односно вредности компаније. С друге стране, тржиште капитала – берза појављује се као дисциплинујуће средство за менаџере, будући да се тржишна цена акција формира на основу свих расположивих информација о компанији, па тако неминовно одражава успешност пословања компаније, осим општих неповољних тржишних кретања за слабије резултате компаније и када се тржиштем

хартија од вредности манипулише, с нивоа берзанских шпекуланата, инсајдерских информација, политике итд.

3.1. Да ли предузећима треба управљати у интересу акционара

Напред речено не значи апсолутизовање интереса акционара. Заиста, да ли предузећима треба управљати у интересу акционара? Питање се може поставити и другачије, на пример: које би интересне групе (конституенти) требало да имају важну (или најважнију) улогу у корпоративном управљању? Да ли су то само власници – акционари, или одговарајући значај и улогу треба да имају и други: кредитори, запослени, добављачи и др? Међу економистима по том питању нема (потпуне) сагласности. Највећи број мисли да добро корпоративно управљање треба заснивати на респектовању интереса власника и на њиховом утицају на пословање предузећа, односно менаџере. Овакво мишљење је заступљено у поменутој књизи *Унапређење корпоративног управљања*, прве књиге код нас у периоду транзиције посвећене корпоративном управљању. Аутори су свој став заснивали на два аргумента: 1) веза између економске ефикасности и интереса власника, што је већ истакнуто, и 2) чињеница да су интереси власника најмање заштићени међу интересима свих конституената (интересних група).¹³

Први став не би требало да је споран. Други, пак, заслужује краћи коментар. Да ли је та констатација тачна? Објашњење (и образложење) које се даје у књизи доста је поједностављено. Каже се да интереси запослених не могу бити озбиљно угрожени лошим управљањем јер се исплата плата одвија у кратким роковима, због чега дуг према запосленима не може бити велики. У уређеној привреди, с развијеним радним и другим прописима ово је (бар највероватније) тачно. А код нас? Стиче се утисак да су аутори описивали неку другу привреду. Даље, каже се да сви повериоци, било да су кредитори или добављачи, уз помоћ снажног средства заштите потраживања (стечајно законодавство) увек могу да отерају предузеће у стечај и да се наплате из стечајне масе. Да ли је тако? Бар код нас. А ако и јесте, да ли се повериоци могу намирити и у којој мери? Најзад, аутори су истакли да једино акционари не поседују такву или сличну заштиту. Њихово право у стечају долази последње, они се наплаћују тек када су остали повериоци намиреени. Они се често тако и називају – резидуални повериоци. С друге стране, једино је њихова веза с предузећем отворена,

¹³ Begović i dr. (2013), стр. 14.

односно заснована на неодређено време и без бројчано спецификованог потраживања. Последње изгледа неспорно. Ипак, чак и када би сви побројани моменти били тачни (дакле, када бисмо пред собом имали уређену привреду), остало би питање – да ли то све значи да је (и) то довољан аргумент да се поткрепи тврдња да предузећима треба управљати у интересу акционара. Чини се да теорија (и пракса) корпоративног управљања још није рекла последњу реч.

Вратимо се на питање: да ли предузећима треба управљати у интересу акционара? То се питање, наводно, разрешава овако. Акционари поседују предузеће, зато предузећем треба управљати у њиховом интересу. То је на линији досадашњих разматрања. При томе, не ради се о некаквој етичкој тези. Реч је о томе да акционарима нису зајемчена никаква фиксна плаћања, а јесу запосленима (имају фиксне плате), испоручиоцима или снабдевачима (њима се плаћају утврђене конкретне цене), банкама-кредиторима (њима се плаћају фиксне каматне стопе, па чак и променљиве, тј. оне се штите још и могућношћу да мењају услове кредитирања) и свима осталима који су укључени у пословање. Приход акционара зависи од пословања предузећа и то им је највећи подстицај да обезбеде да предузеће послује добро. Ако предузеће оде у стечај, акционари губе све, док се сви остали „актери”, макар и делимично, намирују. Дакле, може се рећи да акционари сnose ризик који немају други, што их подстиче да максимално побољшају пословање предузећа. Када се управља за добробит акционара, онда се у највећој мери увећава профит предузећа, и тиме се максимално увећава и његов друштвени допринос.

Ипак, колико је та аргументација чврста? Тачно је да су акционари власници предузећа, али треба истаћи и да су они најпокретљивији интересенти, а као такви они често не брину највише (можда чак најмање брину) за дугорочну будућност предузећа (осим највећих акционара, који не могу да продају своје акције а да тиме не изазову озбиљан поремећај целокупног пословања). На тај начин, акционари, посебно мањи, мада и не искључиво они, преферирају стратегије које максимирају краткорочни профит, обично по цену дугорочних улагања, и максимално увећавају дивиденде, а све то још више слаби дугорочну перспективу предузећа, с обзиром да се смањује део профита који би се могао користити за поновно улагање. Значи, ако се предузећем управља само за добробит акционара, тиме се често смањује потенцијал за дугорочни раст предузећа.

3.2. Шта је интерес акционара

Према томе, испоставља се да је кључно питање – шта је интерес акционара? Они јесу (су)власници, али из тога не мора нужно да следи да су они заинтересовани за (дугорочни) живот и раст предузећа. Откуд то проистиче? Да бисмо то разумели, вратимо се мало у историју.

Први облици предузећа били су оно што данас зовемо друштва лица, најчешће инокосно предузеће или ортачко друштво. Оснивачи – власници предузећа одговарали су за такво предузеће целом својом личном имовином (а не само имовином свог предузећа), укључујући и своју личну слободу – у случају пословног неуспеха могло се пасти у дужнички затвор. Насупрот томе, у данашњем свету срећемо много фирми (у Енглеској, САД и другде) које у свом називу садрже реч (или само скраћеницу) која означава „ограничено” (L, Ltd и сл.). Тако постоје PLC (public limited company – јавно предузеће с ограниченом одговорношћу), LLC (limited liability company – друштво с ограниченом одговорношћу), Ltd (limited company – приватно акционарско друштво), итд.

Limited (ограничено) односи се на одговорност. Кад се каже ограничена одговорност, то значи да ће улагачи, ако предузеће банкрутира, изгубити само онолико колико су уложили у то предузеће (свој удео). То је оно што је карактеристично за данашња друштва капитала. Ограничена одговорност је изум 16. века, и потиче из (Западне) Европе. Међутим, до средине 19. века тешко се реализовала – да би се могло основати предузеће с ограниченом одговорношћу била је потребна краљевска, односно владина повеља. Зашто? Одговор можемо наслутити из једног исказа чувеног А. Смита, једног од највећих пропагатора приватног предузетништва: „директори [друштва са ограниченом одговорношћу]... пре су управитељи туђег новца него свог, властитог, па се не може очекивати да ће они над њим бдети са истом брижном пажњом као што ортаци у неком приватном трговачком друштву [тј. ортаклуку] често бде над својим новцем.”¹⁴

Дакле, постојао је отпор да се омогући располагање туђим новцем, што заправо омогућава ограничена одговорност – сматрало се да они који управљају оваквим предузећем (предузећем с ограниченом одговорношћу), а да притом немају потпуно, дакле стопостотно власништво над тим предузећем, преузимају прекомеран ризик зато што део новца којим располажу и који улажући ризикују није њихов. С друге стране, они који су улагали средства у предузеће с ограниченом одговорношћу, а да притом не руководе њиме, постајали су у мањој мери опрезни и будни када је реч о надзору над управом предузећа, с обзиром да су њихови ризици били ограничени (као и њихово улагање).

¹⁴ Smit (1970), стр. 1024.

Из тих разлога, државе су до средине 19. века одобравале пословање с ограниченом одговорношћу само изузетно великим и ризичним подухватима који су оцењивани као пројекти од националног значаја. Такви су били холандска Источноиндијска компанија основана 1602. и њен велики такмац истог назива, британска Источноиндијска компанија, основана две године раније. Али, таква је била такође чувена (по злу) Компанија Јужног мора. Балон (мехур) ове последње, након махнитих шпекулација у оквирима, између осталог, тада незамисливе трговине са шпанским колонијама, као и конструкције и производње точкова за *perpetuum mobile*, пукао је 1721. осрамотивши за дуго времена не само себе већ и тај тип предузећа. Управо ова последња иницирала је доношење закона у британском парламенту (*Bubbles Act of 1720*) којим се забрањује издавање акција неовлашћеним компанијама.

Средином 19. века појављују се велике индустријске компаније, железнице, челичане и фабрике хемијских производа, тако да потреба за ограниченом одговорношћу постаје више него насушна. Многе земље уводе тај облик пословања у привредни живот: Шведска 1844, Велика Британија 1856, а затим и друге. Ипак, неповерење и отпор према овим предузећима нису брзо нестали. Интересантно је следеће. Док су се А. Смит и заговорници слободног тржишта и капитализма противили ограниченој одговорности, један филозоф и економист, који важи за заклетог непријатеља капитализма, Маркс, међу првима је схватио значај ограничене одговорности за развој капитализма. Већ 1856. Маркс је, пишући у свом главном делу о кредиту и о берзи, када је она још само узредна, предузеће с ограниченом одговорношћу визионарски назвао „највишим досадашњим ступњем капиталистичке производње”.¹⁵ Маркс је то посматрао с аспекта своје визије социјалистичког друштва – сматрао је да ће одвајање руководства предузећа од имовине и поред тенденције да подстиче прекомерне ризике омогућити да се елиминишу капиталисти (јер они више не управљају предузећем), а да се не угрози напредак остварен у капитализму. При томе, он је увиђао изванредне предности за материјални напредак који ће бити обезбеђен управо развојем акционарских друштава.

Марксово предвиђање „прелаза на социјализам” није се остварило, бар не како је он мислио. Али, он је пророчки сагледао улогу предузећа с ограниченом одговорношћу: институција опште ограничене одговорности увела је производне снаге капитализма у нову раван, изазвавши огромно убрзање акумулације капитала и технолошког развоја. У почетку ове нове ере изгледало је да проблем управљања, од ког су страховали А. Смит и

¹⁵ Marks (1961), стр. 1272.

други, није посебно важан. Било је то доба великих, харизматичних предузетника: Хенри Форд, Томас Алва Едисон, Ендрју Карнеги и др. Они су управљали великим предузећима, али били су и власници великог дела тих предузећа. Била су то два кључна момента која су их спречавала да преузимају прекомерни ризик (иако не значи да тога није било).

Од 1930-их наступа „менаџерска револуција”, све више се говори о настајању менаџерског капитализма. „Капетани индустрије”, како су капиталисте у традиционалном смислу звали викторијанци, уступају место бирократима од каријере (бирократи, иако запослени у приватном сектору). Страховање да ће менаџери управљати предузећем у сопственом, а не у интересу власника почело је да се остварује. Уместо да максимирају профит менаџери увећавају продају (да би увећали саму компанију и тако ојачали сопствени престиж) и непосредно се ангажују у престижним пројектима који подстичу њихов его, али доносе мало профита. После неколико деценија појављују се заступници идеја да менаџерске иницијативе треба осмислити тако да менаџерима омогуће да максимизују профит. То је признање посебних интереса менаџера и покушај да се изгради систем њиховог мотивисања.

3.3. Максимизација тржишних вредности акција

Затим је 1980-их пронађена максимизација тржишних вредности акција, као дуго тражени мотивациони фактор¹⁶. Тврдило се да менаџери треба да буду награђени сразмерно износу (добити, односно дивиденде) који могу да донесу акционарима. Да би се то постигло било је потребно: 1) максимално увећати профит драстичним смањењем трошкова – издатака за плате, улагања, залиха, броја руководилаца средњег нивоа итд., 2) највећи могући део оствареног профита поделити акционарима кроз дивиденде и поновни откуп већ издатих и на берзи пласираних акција.

Да би се менаџери подстакли на такво понашање, треба повећати њихове компензације, и то процентуално, сразмерно профиту предузећа, пошто ће се они на тај начин много више идентификовати с интересима акционара. За ову идеју залагали су се акционари, али и менаџери, међу њима и Џек Велч, дугогодишњи председник фирме Џенерал Електрик (1981–2001). Он је први 1981. употребио израз „акционарска вредност”, и убрзо је максимизација тржишне вредности акција постала оличење духа времена у америчком корпоративном свету. Удео профита у националном

¹⁶ Или „Свети грал”, како га назива Х. Џ. Чанг: Čang (2013), стр. 41.

дохотку, који је опадао од средине 1960-их и нарочито у првој половини 1980-их, знатно се увећао средином 1980-их и отада непрекидно расте, с одређеним флукуацијама и изузев у периоду кризе (сл. 1). Акционари су добијали већи део тог профита у виду дивиденди, а вредност акција је расла. Расподељени профит је у укупном профиту америчких корпорација од 1950-их до 1970-их износио 35–45%, да би крајем 1970-их почео да расте и прешао 60%. Ово се брзо пренело на друге земље, пре свега Велику Британију, а нешто спорије на земље с другачијом корпоративном структуром моћи и менаџерском културом.

Тако је створена спрега: акционари су престали да доводе у питање менаџерске зараде, јер су од тога имали користи, дивиденде и цене акција су расле. А све је финансирано истеривањем осталих актера из предузећа. Радна места су немилосрдно кресана, многи радници су остајали без посла, а затим поново запошљавани као несиндикализовани с мањом платом и мањим бројем радничких повластица, а раст плата је умањиван или спречаван (често пребацивање погона у друге земље, што је познато као аутсорсинг). Под притиском корпорација, или у спрези с њима, смањиван је порез на добит корпорација. Све то водило је повећању неједнакости доходака, једној од најизразитијих карактеристика глобализације.

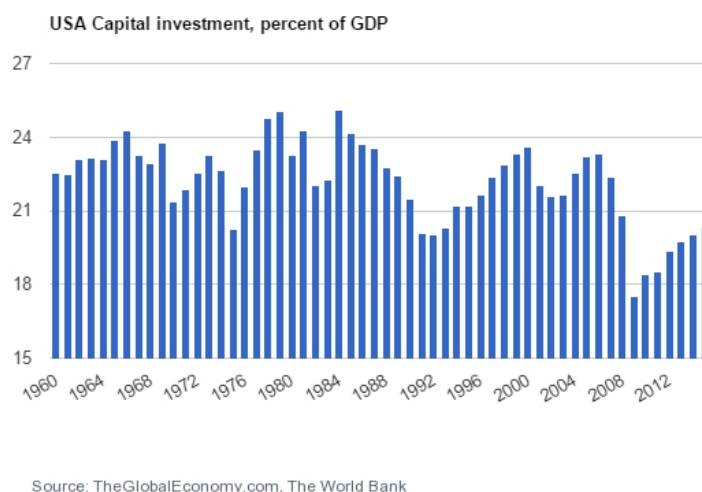


Слика 1. Удео профита у БДП САД
<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm>

Све је то лоше. Међутим, да буде и горе, растући удео профита у националном дохотку од 1980-их није преточен у већа улагања. Према Светској банци, у периоду 1960–2015. просечна стопа инвестиција у САД била је 22,19%, с минимумом (17,51%) у 2009. и максимумом (25,08%) у

1984. Инвестиције су опадале од средине 1980-их, када је њихов удео био 20,5%, да би у периоду 1990–2009. пао на 18,7%, а раст након 2009. још није вратио стопу на ниво пре кризе (сл. 2). Уз то, није дошло до повећања ефикасности коришћења капитала који би надокнадио нижу стопу улагања. Стопа раста дохотка по становнику у САД пала је с 2,6% годишње током 1960-их и 1970-их на 1,6% у периоду 1990–2009, а слично је у истим периодима било и у Великој Британији – с 2,4% стопа је опала на 1,7%.¹⁷

Али, има и наставка у набрајању негативних страна максимизације тржишних вредности акција. Томе доприноси с једне стране увећање профита (кресањем трошкова), а с друге откупљивање сопствених акција. Предузеће користи део профита да откупи акције које је само издало и пласирало, чиме одржава високу цену акција и посредно прерасподељује више профита акционарима. До 1980-их откуп сопствених акција износио је мање од 5% профита америчких компанија, да би тада почео да расте и пред избијање кризе 2007. достигао је 90%, а 2008. апсурдних 280%.¹⁸



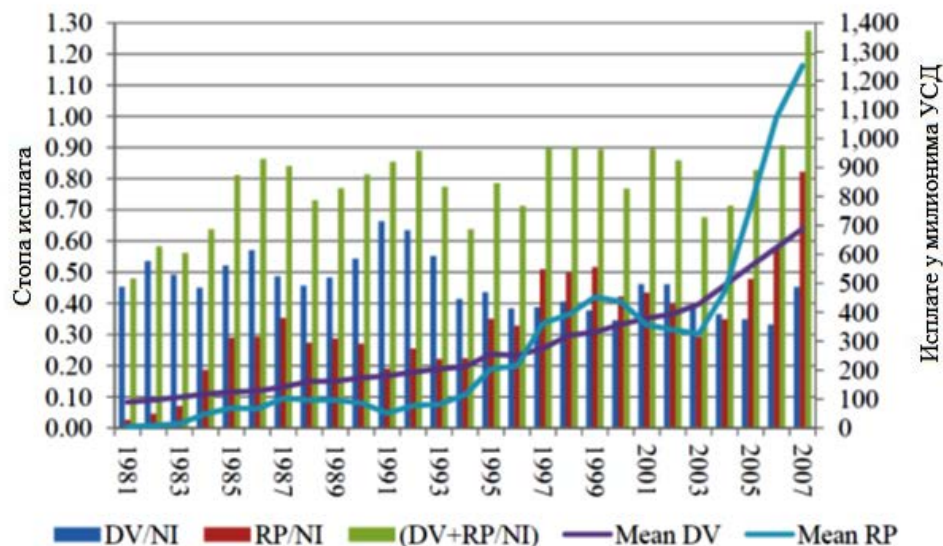
Слика 2. Стопа инвестиција у САД 1960–2015, у % БДП
Извор: http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/

¹⁷ Čang (2013), стр. 43–44.

¹⁸ Čang (2013), стр. 44.

Према подацима S&P, које је дао Лазоник¹⁹, кретање дивиденди и откупа сопствених акција у периоду 1981–2007. показује сл. 3. Не чуди што је овај одељак у раду Лазоник назвао „Оружје тржишних манипулација”.

Колике размере је узела та апсурдна „трка” дивиденди и откупа сопствених акција, где су издаци за ове друге у времену непосредно пред кризу 2008. далеко премашили прве, показао је Лазоник на другом месту²⁰, на поучном примеру. Ценерал Моторс утрошио је на откуп сопствених акција у периоду 1986–2002. 20,4 милијарди долара, а затим у 2009. није могао да обезбеди неопходних 35 милијарди и избегне банкрот. Тако је платио максимизацију тржишне вредности акција, од чега су (краткорочну) корист имали и менаџери и акционари.



Слика 3. Стопа дивиденди (DV) и откупа сопствених акција (RP) према нето доходу (NI), и средње вредности исплате дивиденди и откупа сопствених акција, 1981–2007; 292 компаније у S&P 500 Index у јануару 2008.

Извор: Lazonick (2013), стр. 883.

¹⁹ Lazonick (2013), стр. 883.

²⁰ Lazonick (2009).

Све то наноси дугорочну штету компанијама угрожавајући њихове перспективе. Зато се и поставља питање – да ли би акционари требало да се забрину, јер они ће највише изгубити ако компанија крене силазном путањом. Нажалост, показује се да су акционари најмање опредељени за дугорочну одрживост предузећа међу свим економским актерима. Они најлакше могу да изађу из предузећа – све што треба да ураде је да продају акције, чак и уз мали губитак. Свим осталима је теже да напусте предузеће.

Дакле, максимизација тржишне вредности акција штети предузећу, али и целој привреди. Стога већина богатих неанглосаксонских земаља покушава да смањи утицај слободних акционара и да одржи (или оформи) групу дугорочних актера (која обухвата и акционаре) разним формалним и неформалним средствима. У неким земљама влада је задржала знатан удео у кључним предузећима, директно (Рено, Фолксваген), или посредно (у Француској и Кореји), и делује као стабилни акционар. Неке земље (Шведска) допуштају различита гласачка права за различите класе акција, у неким земљама постоје формална представништва запослених (рецимо, представници синдиката у надзорним одборима у Немачкој). Јапан је увео систем унакрсног акционарства међу пријатељским компанијама.

У закључку рецимо да је управљање предузећима у интересу нестабилних, колебљивих акционара не само погрешно и неправично, већ и неефикасно, и то колико са становишта националне привреде, толико и са становишта самог предузећа. А Џек Велч, аутор и пропагатор идеје максимизације тржишне вредности акција, не тако давно признао је да је то (акционарска вредност) вероватно „најглупља идеја на свету”²¹.

ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Развијена тржишта капитала показују да постоји решење проблема принципал – агент, односно да је проблем могуће ако не решити оно бар ублажити. Решење зависи од услова који утичу на успостављање система корпоративног управљања и разликује се од земље до земље. Промене околности траже промене у успостављеним системима решавања тих односа. При томе, решење се може тражити на неколико подручја, односно путем неколико механизма који се углавном заснивају на непосредној регулацији функционисања компанија а неки нису непосредно везани за корпорације као нпр. репутација менаџера, тржиште капитала итд.

²¹ Навод према: Čang (2013), стр. 48.

Разне земље имају различите погледе, праксу и нормативни оквир решавања ових дилема. Неке потенцирају заштиту малих акционара кроз ограничавање улоге великих, а друге јачу контролу менаџмента од стране великих акционара. Практика најстаријих тржишта капитала у свету, Велике Британије и САД, показала је да је уређивање поменутих односа могуће и у случају велике дисперзије акционара, као у САД, где постоје хиљаде малих акционара у великом броју компанија, власника корпорације, а импозантне економске позиције многих америчких корпорација ипак показују да је баланс различитих циљева, пре свега власника капитала и менаџера, али и осталих интересних група, пронађен.

Решења агентског проблема могу се заснивати, између осталог, на следећем²²: 1) уређивање интереса менаџмента и власника, подстицајним шемама награђивања менаџера, 2) ослонац на тежњу менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију, 3) прецизно дефинисање фидуцијарне дужности менаџера према компанији праћене тужбама у случају повреде дужности, 4) установљење контроле рада менаџера, 5) укрупњавање акционарства, односно делимична концентрација својине и контроле у рукама већих инвеститора, 6) заштита права мањинских акционара, 7) тржиште капитала, 8) непријатељско преузимање компаније, 9) борба за заступничке гласове акционара на скупштини акционара.

Очигледно, сходно тежини проблема ни решење није једноставно, није га лако осмислити нити у пракси спровести. При томе, унапређење корпоративног управљања мора да узме у обзир не само инкорпорирање (добрих) решења која до сада нису примењивана, већ и досадашња искуства. Једно од таквих искустава је и досадашњи процес концентрације власништва, који је констатован у већем броју истраживања и још увек је у току. Као резултат, знатно је смањен значај стандардног агентског проблема, а уместо њега на значају је добио проблем принципал – принципал (сукоб крупних и малих акционара). Тиме је, бар привремено, „решено” и питање – у чији корист треба да ради менаџмент компаније. Али, проблеми корпоративног управљања у целини нису решени, што се констатује и понавља у многим радовима, од којих су неки овде цитирани. У оквирима нерешених питања је и стратешко опредељење: за дисперзију или концентрацију власништва, с дугорочним ефектима и за корпоративно управљање, али и за целокупан привредни и друштвени развој.

ЛИТЕРАТУРА

²² Видети детаљније у: Rajnović i Bukvić (2017), стр. 76–90.

1. Беговић, Борис; Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драгор Хибер. (2003), *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије.
2. Berle, Adolf A. Jr. & Gardiner C. Means. (1932), *The Modern Corporation and Property Right*, New York: Harcourt, Brace & World.
3. Coase, Ronald H. (1937). The Nature of the Firm, *Economica*, 4(16): 386–405.
4. Corporate Profits After Tax (without IVA and CCAdj)/Gross Domestic Product, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm> <6.4.2017.>
5. Čang, Ha Džun. (2013), *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Београд: Mali vrt.
6. Jensen, Michael C. & William H. Meckling. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 4(3), 305–360.
7. Lazonick, William. (2009), The Buyback Boondoggle, *BusinessWeek*, August 13, 2009.
8. Lazonick, William. (2013), The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, 36(2), 857–909.
9. Marks, Karl. (1961), *Kapital. Kritika političke ekonomije*, prevod, Београд: Kultura.
10. Mitnick, Barry M. (1973), Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In Proceedings of the APSA.
11. OECD Principles of Corporate Governance. (1999), Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
12. Рајновић, Љиљана и Рајко Буквић. (2017), *Корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија*, Београд: Институт за економику пољопривреде.
13. Ross, Stephen A. (1973), The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.
14. Schapiro, Susan P. (2005), Agency Theory, *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284.
15. Smit, Adam. (1970), *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, prevod, Београд: Kultura.
16. USA: Capital investment, percent of GDP, http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/ <6.4.2017.>

17. Васиљевић, Мирко С. (2013), *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије.